

险企保费料上行

投资风格更稳健

本报记者 程竹 实习记者 张行健

近期，四大上市险企2017年原保险保费数据已全部披露，据统计，2017年，4家上市险企原保险保费总计已过1.5万亿大关，达1.505万亿元。业内人士指出，2018年保费的主旋律是品种间的分化，预期2018年保费同比改善可能在3月份，因此，2018年保险股仍具有配置价值。随着上市保险公司陆续采用IFRS9编制报表，险企投资风格或将出现变化，更加青睐配置高分红、低波动的股票。

保费同比改善或在3月

2017年前12月，平安、太保、新华和国寿的原保费依次为6046亿、2791亿、1093亿和5123亿元，同比增速依次为29%、20%、-3%和19%。

安信证券分析师赵怀湘称，2018年寿险行业依然面临挑战。一是“开门红”保费缺口带来后续保费承压。根据测算，如果上市险企想要在2018年一季度个险新增增速没有负增长，那么一季度后续个险新增同比增速需达到13%以上。因此，各家保费增速有待进一步观察。

“虽然，1月份至今上市保险公司的新单保费增速较弱，引发市场的担忧。但2018年保障型的成长性业务将和储蓄型的周期业务出现首年保费增速的分化，利率上升进入中期之后对于负债端是储蓄产品销售有负面影响；而与利率关系较弱且保险公司主推的保障型产品预计将持续较高增速。”天风证券陆韵婷认为，2018年保费的主旋律是品种间的分化，预期2018年保费同比改善的时间点可能在3月份。

陆韵婷称，销售能力突出的保险公司保费有望在1月末转正。2017年大部分保险公司1月份保费数据远高于其他月份，如平安去年1月份的个险业务新保费为443亿元，约占全年总和的30%，太保和人寿2017年1月总保费也分别达到其全年的23%和32%，只有新华由于去年1月砍掉200亿元银保趸交业务，使其2017年全年保费分布较为均匀。因此，在考虑基数效应和各大保险公司纷纷加推第二波“开门红”产品，且在2—3月份提前开推保障型产品的情况下，保险公司的新单保费的同比数据有可能在3月出现向上拐点，销售实力突出的中国平安有望提前扭转跌幅。

保险股仍具配置价值

在上市险企自身业务的转型和发展的同时，研究机构对保险股一致看好，并认为2018年保险股仍具有配置价值。

广发证券分析师商田称，保险股上涨有四大逻辑，即行业集中度提升、产品结构优化、利率水平维持相对高位以及政策红利；值得注意的是，利率是唯一可能的风险点，但只要长端利率趋势上不跌破3.3%（准备金拐点）和3%（长期投资收益率假设），准备金释放仍是确定因素。他判断2018年保险股仍有不错的上涨空间。

业内人士指出，利率上行使得保险合同准备金的提取迎来拐点，根据前期的测算，险企的净利润有望在2018年一季度得到大幅改善，预计使得2018年利润增速整体超过50%。因此，市场有望开启理性正反馈预期，应把握保险板块的机会。

西南证券认为，2018年保险股依然是当前金融行业当中最具配置价值的板块。从保险公司价值增长角度来看，往年“开门红”新业务价值贡献占全年新业务价值的20%左右，虽然新单保费增速下滑，但在保单期限延长，健康险种占比提升的背景下，保险公司的新业务价值增速无忧。从估值角度来看，当前上市保险公司对应的2018年PEV倍数区间仍在1.05倍至1.3倍之间，对标国外的优秀保险公司差距仍较为明显，因此对市场当中价值投资者的吸引力依然很强。

摩根大通认为，中国寿险今年主要推动力预计为新业务价值增长强劲、盈利复苏，及负债准备金质量有改善潜力而更保守的资产配置前景。华创证券认为，在消费类和地产股的带动下，大盘指数和上证50均抬头向上，在情绪面上给予了保险股一定的支撑。同时，“开门红”保费增速的舆论再出现反复，此前一度悲观的“开门红”预期目前已有所调升，市场信心逐步恢复。

投资“性情”或变

中国保监会日前公布的数据显示，2017年国内保险公司资金运用余额149206.21亿元，较年初增长11.42%。其中，固定收益类余额70886.96亿元，占比47.51%，下降3.19个百分点；股票和证券投资基金18353.71亿元，占

比12.30%，下降0.98个百分点；长期股权投资14769.06亿元，占比9.90%，上升0.73个百分点。资金运用收益8352.13亿元，同比增长18.12%，资金收益率5.77%，较去年同期上升0.11个百分点。其中，债券收益2086.98亿元，增长11.07%；股票收益1183.98亿元，增长355.46%。

安信证券赵怀湘指出，投资端边际变化主要来源于股票收益大增。2017年债市利率上行并未带来保险公司投资收益率明显变化，而2017年下半年投资收益率改善主要来源于股票收益大增，但四家保险公司投资收益率的差别远小于内含价值增速的差别，预计后续保险公司投资收益率将保持稳定。

业内人士认为，受持续的金融去杠杆、美国加息周期的影响，我国利率维持相对高位的趋势难以改变，为保险公司资产配置也提供了相对有利的环境，需重视保险长期资金的相对优势，预计保险资金运用平均收益率超过5.5%。

2018年1月1日开始实施的新会计准则IFRS9，近期在资本市场受到关注。随着上市保险公司陆续采用IFRS9编制报表，这些机构“主力军”的投资风格或将大变，可能被倒逼回归保守，即更青睐配置高分红、低波动的股票。

近期，中国平安最近在港股市场不断买入工商银行、汇丰控股等高派息银行股。一家

大型保险公司投资部人士直言：“在新的会计准则下，未来保险公司的投资风格会偏于保守，在权益资产的配置方面，会提升高分红、低波动股票的配置比例，降低非标资产的配置比例。”

平安证券分析师缴文超表示，IFRS9实施后，会导致保险公司利润波动性加大，驱使保险公司投资风格更加稳健保守，如减少权益类资产配置比例、增加股息率高的蓝筹股配置比例，减少股价波动性大的中小股票配置比例，且非标投资对保险公司的吸引力将会有所下降。上市保险公司中，新金融准则对中国人寿、新华保险利润波动性影响更大，对中国人寿、新华保险影响相对小一些。

保监会日前发布新规，禁止股权投资计划的“明股实债”、通道业务与嵌套投资，并鼓励其服务国家重大发展战略。海通证券分析师孙婷认为，股权投资计划占全行业险资运用余额的比例预计仅为2%，占上市保险公司投资资产的比例预计约1%，因此新规对于整体投资收益率的影响微乎其微。另外投资计划本就以服务国家重大发展战略为主，通道与嵌套的情况较少，因此受到新规的限制也较小。“防风险去杠杆”的强监管对于上市保险公司的影响最小，反而有利于资产端的收益提升、负债端的保障转型以及行业集中度的扩大。

唐宁认为，通过母基金的方式，投入到顶级的创投机构之中，通过创投机构再投资到那些双创企业，这样的方式要远比理财者把自己的资金投入到单一项目、单一基金之中的风险低得多。母基金以风险分散的方式把资金投入到多支不同特点、不同风格的顶级创投基金之中，形成一个科学有效的合理配资。（林婷婷）

宜信公司CEO唐宁：分散风险应对趋势性变化

宜信公司创始人、CEO唐宁日前在接受中国证券记者采访时表示，新经济背景下，要通过投资母基金分散风险实现财富增值，财富管理机构要从客户正确的、长线的需求出发，构建自身能力，帮助客户应对趋势性的变化。

唐宁表示，财富管理机构要从客户正确的、长线的需求出发，构建自身能力，帮助客户应对趋势性的变化。投资能力、国际化能力、科技能力，是一家优秀财富管理机构的基础。他说，未来的金融企业必须是将技术与模式有机结合，用金融本身的技术来强化金融逻辑与规律，用IT、数字技术来提高业务的效率与精准度。

唐宁从实践角度分析了中国财富管理行业以及资产管理行业的新趋势。他认为，首先，新时代下的新经济需要不一样的“钱”，消费升级、大数据、云计算、健康医疗、教育培训等这些新经济的引擎行业，它们的创新创业企业需要十年以上的发展，它们需要十年以上长期、有耐心、有价值的钱去支持它们成长，这样的钱在金融体系之中还是非常稀缺的。

其次，目前在财富管理领域，中国高净值、超高净值投资者虽然是传统经济的赢家，但是如今他们极度焦虑，一方面要考虑他们的企业何去何从，如何做数字化转型；另一方面要考虑他们的财富如何能够战胜通胀，让自己在未来的十年、二十年成为持续的财富赢家。

唐宁认为，通过母基金的方式，投入到顶级的创投机构之中，通过创投机构再投资到那些双创企业，这样的方式要远比理财者把自己的资金投入到单一项目、单一基金之中的风险低得多。母基金以风险分散的方式把资金投入到多支不同特点、不同风格的顶级创投基金之中，形成一个科学有效的合理配资。（林婷婷）

广发证券与天府国际基金小镇进行战略合作

近日，广发证券在成都天府国际基金小镇举办“私募基金增值税政策解读沙龙暨战略合作协议签约仪式”，与天府国际基金小镇进行战略合作，助力西部地区私募基金行业发展。

去年4月，四川自贸试验区正式挂牌，天府国际基金小镇被纳入四川自贸试验区的范畴，成为国内首家正式投入运营的自贸区基金小镇。目前，天府国际基金小镇已有179家国内外知名机构入驻，管理资金规模超过1200亿元，是我国西部地区创投融资、基金管理与财富管理的重要平台。

广发证券拥有与基金小镇合作的丰富经验和成熟模式，通过为基金小镇提供专业金融服务，支持地方实体经济发展。自2014年以来，广发证券先后与上海陆家嘴、珠海横琴、深圳前海、西安灞桥、海南三亚、东莞松山湖、珲春东北亚、上海奉贤等多个著名私募基金小镇签约合作，除了帮助这些基金小镇进行市场推广、引荐合适的私募基金入驻，还根据各个小镇的建设规划及资源禀赋，不断创新合作模式，包括与基金小镇共建“资产配置中心”，搭建金融产品创设、引入、配置平台；建立私募孵化基地，帮助有潜力的优秀中小型私募做强做大；与基金小镇合办产业发展论坛，搭建投资机构与优质实体企业的沟通平台；举办私募基金规范化发展论坛，提供“私募基金规范化服务”；创建“金融实验室”，为私募基金发展储备人才等。

广发证券零售业务管理总部董事总经理、同业与产品部总经理梁彦军表示，广发证券此次与天府国际基金小镇强强联合，助推了成都市“一带一路”及内陆自贸区等重大战略发展，加快基金生态圈建设，为聚集于天府国际基金小镇的私募基金创造了发展环境。双方联手将推动成都私募基金行业发展和国家中心城市建设进入新时代。（万宇）

招商银行：消费持平 投资稳中有降

招商银行日前发布的2018年经济展望报告指出，2018年国内消费将保持平稳，消费升级仍待持续；固定资产投资将呈现稳中有降的趋势；外贸对经济增长的贡献将小幅回落。对GDP拉动上，2017年投资对经济增长的贡献度下降，消费相对平稳，净出口修复是去年经济增长超预期的重要因素之一。

招商银行指出，2018年收入的提高对刺激消费或可期待，不过居民消费性支出大幅走弱、汽车购置税优惠政策到期也给消费带来隐忧，预计2018年消费难有大的起色，但下行空间有限，整体平稳，全年增速预计维持在10.4%，消费仍是宏观经济的稳定器。

投资方面，固定资产投资增速持续创新低，依赖非民间投资增长的现状短期内不会出现逆转，2018年整体固定资产投资增长将是稳中有降的格局。其中，基建投资在严控地方政府债务的背景下，增速在未来一段时间内大概率承压，将保持相对低迷的增长，增长速度有所下滑。

招商银行指出，货币政策将延续稳中有降态势，存贷款基准利率大概率不变，定向降准不意味货币政策的转向，财政政策托底经济的意愿或将降低。另外，2018年通胀将有所上行，但不会构成问题。（张晓琪）

委贷新规冲击ABS

本报记者 郭梦迪

银监会日前下发了《商业银行委托贷款管理办法》（简称“《办法》”）对委托贷款的委托人、委托资金来源等方面进行了规定。业内人士指出，《办法》对类REITs交易结构中的“股+债”结构产生了一定的影响，类REITs中私募基金可能无法再使用银行委托贷款的方式向项目公司发放贷款，未来交易结构中可以将涉及到私募基金的主体换成信托计划的方式进行改善。

委托贷款介入ABS

目前市场上与委托贷款相关的ABS产品主要有两类，一是委托贷款作为基础资产，例如ABS项目中某些收益权会嫁接委托贷款作为第一层资产。二是相关产品的交易结构中涉及到委托贷款，此类模式主要存在于类REITs和CMBS项目中。

深圳某券商投行人士告诉中国证券报记者，类REITs是以商业地产产权和租金收益权为底层资产，以商业地产为抵押，将未来租金形成的应收账款注入资产池的产品。具体做法一般是私募基金或者信托通过收购股份和向项目公司贷款持有和投资包含物业以及租金收益权的项目公司，项目公司以商业地产增值和租金等偿还贷款，专项计划执行到期退出时，原始权益人有优先回购权。

Pre-ABS老套路难以继

大成律师事务所高级合伙人郭庆指出，类REITs项目中采用委托贷款的原因在于，如果私募基金只持有项目公司股权，将来的收入来源只有股东分红，现金流不太稳定且周期比较长，因此需要私募基金同时委托银行发放贷款，项目公司偿还贷款的现金流比较稳定，符合资

信托计划设想浮现

产证券化关于现金流的基本要求。另外该交易结构可以降低税务成本。

不过，该交易结构近日遭到了考验。2018年1月5日，银监会下发的《办法》对委托贷款资金来源提出合法合规性要求，商业银行不得接受受托管理的他人资金、银行的授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等发放委托贷款。

郭庆表示，上述第一类项目市场上比较少，《办法》对其影响不大。对类REITs，1月23日，中国证券投资基金业协会在北京召开“类REITs业务专题研讨会”，会议明确了私募投资基金是参与类REITs业务的可行投资工具，提出参与类REITs业务的私募基金备案与交易所资产证券化产品备案和挂牌的流程优化和衔接安排。

对于Pre-ABS而言，上述资管人士表示，该业务严格意义上属于非标准化债权，此前银行资金很多通过集合资管计划嵌套信托的形式再放款。近日，除了《办法》对委托贷款进行了限制以外，公司还接到相关监管窗口指导意见，意见指出，不得新增参与银行委托贷款、信托贷款等贷款类业务的集合资产管理计划。目前看来，Pre-ABS此前的操作模式将难以继续。

信托计划或成解决措施

郭庆表示，对于类REITs项目，可以将涉及

到私募基金的主体换成信托计划的方式。私募基金本身具有信托计划不具有的优势。首先，私募基金不需要全额出资就可以成立基金，但是信托需要资金交付到位才可以成立信托，对前期过桥资金的要求比较高；其次，通过私募基金是为了以后对接公募REITs；最后，私募基金可以对接专业的地产基金，有比较好的房地产项目运营能力。

上述资管人士表示，未来类REITs在操作中可以不通过银行放贷，而是通过信托放款。但是需要强调的是，信托放款的资金来源不能是募集资金，而是非金融机构的自有资金。同时，在CMBS中，如果原始权益人是融资方的股东，通过信托放款也是不违反《办法》的规定。

“另外一种方式是可以把契约型基金换成公司制基金，公司制是自有资金，可以规避相关规定。但是这种操作模式在实务中比较少，主要原因在于操作起来不够方便，同时税收成本也不是最优的。”郭庆指出。

业内人士表示，之后还可以由项目公司的股东用自有资金出资委托银行发放贷款，中介机构再将该委托贷款债权打包成ABS出售，但是由于ABS的投资者大多是银行理财资金，该模式下最终穿透到底层资产仍然属于受托管理他人资金发放委托贷款的形式，因此这种做法是否可行仍存在争议。

到期潮叠加新规落地

“三类股东”料加速入场新三板

本报记者 林婷婷

2018年新三板理财产品到期潮涌现；另一方面，1月12日，证监会明确了含有“三类股东”（即契约型私募基金、资产管理计划和信托计划）企业的IPO审核口径。分析人士指出，“三类股东”审核政策落地，有利于提升资产管理机构参与新三板市场投资热情，未来资管机构投资新三板有望升温。

新三板专户产品到期压力大

光大证券研报称，2018年一季度公募专户产品再到期潮，据不完全统计，公募新三板专户2018年到期总额至少在80亿元以上。考虑到2015年成立的部分产品期限以“2+1”形式的存在，预计2018年公募专户产品到期压力更甚于2017年。而从具体月份来看，2018年一季度将是下轮到期潮的高峰。

东方财富choice数据显示，2017年至今成立的实际募资数据的新三板相关理财产品

防利益输送。这对新三板拟IPO公司来说是重大利好，为拥有合法股东的企业IPO扫清了障碍。中科沃土基金董事长朱为绎指出，“三类股东”的解决，对私募机构以及公募基金专户都有一个明显的指引作用，至少未来我们发产品，就知道怎么样去募资，去做投资人的工作，有利于我们的投资。”可以预见，未来随着新三板市场越来越规范，会有更多的“三类股东”投资新三板市场。

朱为绎表示，“三类股东”解决以后，将为新三板市场带来增量资金；此外，未来的新三板的基金产品期限会更长，且产品会更简单化，更倾向于不嵌套，因为要确保未来产品能够通过IPO穿透核查。他说：“我们是热切盼望各种类型的资金进入新三板，因为这个市场上资金严重缺乏。”

安信证券新三板研究负责人诸海滨表示，新三板市场目前的投资人结构过于单一，任何市场某一种类型的钱太多太短都不合适，需要各种期限各种投资目标的资金进入市场。

在刘丽看来，“三类股东”审核政策明晰，有利于新三板市场的进一步发展，资管机构和公募基金本着为投资者服务的理念，参与新三板的市场热情，还有赖于新三板市场赚钱效应来临和流动性的提升。

“2018年新三板的投资机会还是在创新层和具有IPO价值的转板股上面。”朱为绎认为，新三板创新层经过券商、会计师、律师等重重督导和审核，按照漏斗理论，被优选出来的企业要比一级股权市场风险更小、流动性更好。除此之外，还有一些活跃的优质做市股票，以及绩优的白马股均是投资的主要标的。跨市场投资还是当前新三板最重要的投资逻辑。

诸海滨表示，对机构而言，新规带来的机会就是新三板公司的价格便宜了，机构投资可以挑选的余地比之前大了很多。在投资逻辑上，除了短期符合IPO标准的公司，有成长价值和分红能力的公司也是很好的选择。从产业角度，诸海滨看好生物医药、智能家居、半导体、工业机器人等板块。